

Führt Immigration notwendigerweise zur Preisexplosion?

Ein neuer Langzeit-Preisindex für Schweizer Anlageobjekte gibt Aufschluss

Ein neuer Index zeigt erstmals die langfristige Preisentwicklung bei Schweizer Rendite-Wohnliegenschaften. Er macht deutlich, dass das Bevölkerungswachstum nur einer der Faktoren ist, welche die Wertentwicklung von Liegenschaften beeinflussen.

Mihnea Constantinescu, Daniel Sager

Die Immigration und die steigenden Mieten in den Zentren beschäftigen die Schweiz. In Kombination mit der auf den Finanzmärkten herrschenden Unsicherheit bewirkt dies auch steigende Preise für Immobilien-Anlageobjekte, so dass bereits das Wort «Blase» die Runde macht. Aber ist es zwangsläufig so, dass Immobilienpreise mit dem Bevölkerungswachstum steigen?

Ein (gar nicht so) knappes Gut

Die Ansicht, dass Immobilienpreise real immer zulegen, fusst in der Theorie von Malthus. Dort steht einer wachsenden Bevölkerung die begrenzte Ressource Land gegenüber, so dass die Landpreise mit dem Bevölkerungsanstieg zulegen. Ein limitiertes Angebot an Bauland war einer der oft zitierten Gründe für den starken Anstieg der US-amerikanischen Immobilienpreise seit dem Jahr 2000.

Diese alte Theorie ist mit Blick auf neuere Ressourcen-ökonomischen Ansätze allerdings überholt. So bestimmt sich die Preisentwicklung einer Ressource nicht nur durch ihre Verfügbarkeit, sondern u. a. auch durch ihre unabdingbare Notwendigkeit sowie ihre Bedeutung im Produktionsprozess. Auch wenn Land nicht vollkommen ersetzt werden kann, so kann seine Bedeutung durch technischen Fortschritt doch reduziert werden: Ein Grund, warum die Landwirtschaftspreise seit 1800 trotz starkem Bevölkerungsanstieg nicht ins Unermessliche gestiegen sind, liegt in der beeindruckenden Produktivitätssteigerung bei der Kultivierung des Ackerlandes.

Auch bei den nichtlandwirtschaftlichen Nutzungen ändert sich die Bedeutung des Bodens und der Lagen: Gebäude können höher, Städte dichter werden. Entgegen älteren städtebaulichen Theorien entwickeln sich Städte nicht nur monozentrisch, sondern multipolar, was zu einer gewissen Preisnivellierung über das städtische Gebiet führt. Reicht

das, damit die Gebäudepreise nicht mit dem Bevölkerungswachstum steigen?

Indizes der langfristigen Preisentwicklung von Immobilien tragen zur empirischen Klärung dieser Frage bei. Nur wenige Quellen dokumentieren langfristige Preisdaten für Immobilien. Das Problem liegt in der geringen Zahl der Transaktionen und ihrer Erfassung sowie der Qualitätsbereinigung von unterschiedlichen Gebäudemerkmalen. Eine Pionierrolle kommt der Immobilienpreisreihe zum Herengracht-Quartier in Amsterdam (1628–1973) zu. Eine weitere Studie befasst sich mit der Entwicklung der Preise für Bürogebäude in Manhattan (1899–1999). Während in Amsterdam über die gesamte Dauer ein realer jährlicher Anstieg der Preise um 0,25% zu beobachten ist, liegen die Preise für Bürogebäude in Manhattan 1999 real deutlich unter dem Niveau von 1899. Die Volatilität in Manhattan ist allerdings beachtlich. Perioden mit starken Preisanstiegen stehen solchen mit starkem Preiszerfall gegenüber.

Real stabil, aber volatil

Nun konnte auch für die Schweiz ein solcher Index konstruiert werden, der die Preisentwicklung ab 1936 misst. Diese wird in der untenstehenden Grafik teuerungsbereinigt dargestellt. Die Ergebnisse für die Schweiz decken sich mit den Ergebnissen der genannten Studien. Auch diese Reihe weist eine beträchtliche Volatilität auf. Erstaunen mag der Preiszerfall im Zuge der Grossen Depression der 1930er Jahre. Auch wenn dort wenig Transaktionen gemessen wurden, scheint er plausibel: Im Jahre 1936 wies die Stadt Zürich den beeindruckenden Leerstand von 3356 Wohnungen (3,7% des Bestandes im Vergleich zu derzeit 0,07%) auf. Ausserdem wies beispielsweise auch Manhattan zwischen 1929 und 1939 den historisch stärksten Preiszerfall auf.

Zwei prägende Ereignisse

In der Schweiz hat das Bevölkerungswachstum sicher zum starken Preisanstieg in den 1950er und 1960er Jahren beigetragen, während in den 1980er Jahren andere Einflussfaktoren (Konjunktur, Kapitalmarkt) stärker wirkten. Wer 1946 eingestiegen ist und 1989 verkauft hat, durfte jährlich von 3,2% realer Wertsteigerung profitieren. Die Preiskorrektur in der Folge der Blase von 1989 und ein intensivierter Mietwoh-

nungsbau in den 1990er Jahren belegen aber, dass die Preise letztlich von einem Zusammenspiel verschiedener Faktoren beeinflusst werden.

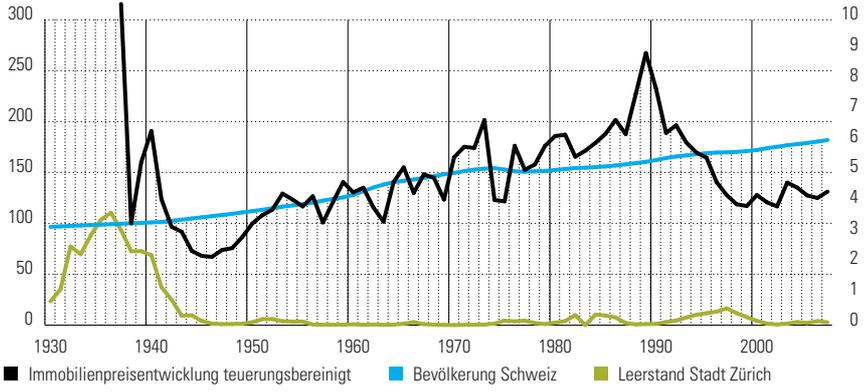
Wenn uns der Index etwas zeigt, dann die Langfristigkeit von Immobilienzyklen. Zwar lassen sich in der Abbildung auch Sieben-Jahres-Bauzyklen erkennen. Die Grosse Depression und die Blase Ende der 1980er Jahre sind aber die herausragenden Ereignisse. Diese lehren uns, was zu wenig und zu viel Liquidität auf den Immobilienmärkten auslösen kann. Zur Beantwortung derzeit drängender wirtschaftspolitischer Fragen bietet sich deshalb wohl weniger das tägliche Schielen auf die Finanzmärkte an als der langfristige Überblick über alle Anlagekategorien. Ein Blick auf die 1980er Jahre zeigt beispielsweise, dass die Ingredienzen für eine Blasenbildung heute vorhanden wären.

.....
Mihnea Constantinescu ist Scientific Director Curem, Universität Zürich, **Daniel Sager** ist Mitarbeiter der Meta-Sys AG.

Preise von Wohnliegenschaften und Bevölkerungswachstum

Indiziert: 1938=100

Leerstandsquote in %



■ Immobilienpreisentwicklung teuerungsbereinigt ■ Bevölkerung Schweiz ■ Leerstand Stadt Zürich

QUELLE: CONSTANTINESCU (2009)

NZZ-INFOGRAFIK / tcf.

Methodik und Datenquelle

M. C. / D. S. · Der Langfrist-Index für die Preise von Schweizer Rendite-Wohnliegenschaften basiert auf einer adaptierten «sales-price appraisal ratio»-Methode (SPAR). Bei dieser Methode werden heutige Transaktionen von Immobilien mit ihren historischen Bewertungen verglichen. Daraus lassen sich – auch für kleinere Stichproben – Preiswachstumsraten für verschiedene Zeitintervalle herleiten. Durch Verkettung dieser Intervalle erhält man einen Index. In unserem Fall verfügen wir über 995 Datenpunkte mit der derzeitigen Bewertung und dem historischen Transaktionspreis. Somit kann unsere Methode als iSPAR (i = invers) bezeichnet werden. Die Konstruktion des Indexes wurde möglich, weil drei Versicherungsunternehmen bereit waren, ihre Archive zu öffnen. Die Datenerhebung zu diesem Forschungsprojekt konnte inzwischen in den Non-profit-Datenpool Reida überführt werden (www.reida.ch). Verbesserungen am Index liegen primär im Bereich der Messung wertvermehrender Investitionen, die hier nicht einberechnet sind, sowie in einer höheren Zahl von Beobachtungen. Im Kontext von Reida sollen die Arbeiten darum weitergeführt werden.